

强烈推荐-A (维持)

大华股份 002236.SZ

目标估值: 30.00 元
当前股价: 22.36 元
2017 年 08 月 06 日

二季度业绩提速超预期, 三季度高增长仍将延续

基础数据

上证综指	3262
总股本(万股)	289941
已上市流通股(万股)	172498
总市值(亿元)	648
流通市值(亿元)	386
每股净资产(MRQ)	3.1
ROE(TTM)	23.1
资产负债率	%
主要股东	傅利泉
主要股东持股比例	41.26%

股价表现

%	1m	6m	12m
绝对表现	0	64	43
相对表现	-2	54	27



资料来源: 贝格数据、招商证券

相关报告

- 1、《招商证券-大华股份(002236)一超预期中报预示长期经营拐点, 坚定看长线千亿市值》2017-07-25
- 2、《招商证券-大华股份(002236): 预中标 43 亿莎车平安城市 PPP, 千亿征程在途》2017-07-18
- 3、《大华股份(002236)一三期员工持股计划购买完成, 奠定长期发展基石》2017-06-02

郦凡

0755-83074419
yanfan@cmschina.com.cn
S1090511060002

研究助理

兰飞

021-68407413
lanfei@cmschina.com.cn

事件: 公司发布 2017 年中期报告:

1) 2017H1 实现营收 74.6 亿元, 较上年同期增长 50.81%; 实现营业利润 11.2 亿, 较上年同期增长 94.36%; 实现归属上市公司股东净利润 9.8 亿, 较上年同期增长 38.50%; 2) 公司预计 2017 年 1-9 月归属于上市公司股东净利润展望区间至 25~45%, 对应净利变动区间为 13.4~15.5 亿。

评论:

- **2017H1 营收和净利润均超预期, Q2 环比提速。**公司 2017H1 实现净利 9.8 亿, 同比增长 38.5%, 处于 Q1 展望业绩区间 20~40% 上限附近, 超市场预期! 其中 Q2 单季实现净利 6.96 亿, 同比增长 41%, 环比提升 143%。2017H1 公司实现营收 74.6 亿, 在 Q1 大增 48% 基础上继续高速增长, Q2 单季营收 48.1 亿, 同比大增 52%, 环比增长 82%, 亦超市场预期。
- **毛利率持续改善显著, 解决方案仍有较大提升空间。**公司 2017H1 毛利率为 39.45%, 比 2016 年全年提升 1.74 个百分点, 盈利水平持续提升。我们判断毛利率提升主要原因有: 1) 公司实行精细化管理, 同时考核营收与利润指标, 利于产品的结构化调整; 2) 解决方案占比提升且增速较快。公司首次披露解决方案和产品销售占比, 2017H1 解决方案占比达 50.16%, 同比增长 53.07%, 与业内先进水平相比, 仍有较大提升空间。海外维持高速增长, 截至 17H1 公司海外已开设 37 个分支机构, 实现营收 26.8 亿, 同比增长 42.2%。
- **下游行业和地区需求强劲, 三季度高增长仍将延续。**公司展望前三季度净利润增长区间为 25~45%, 比去年同期上下限各高 5 个百分点, 我们认为公司业绩将在中值 35% 偏上。国内 GDP 从去年 6.7% 逐步回升至 6.9%, 安防行业滞后 GDP 半年以上, 我们预计下半年行业整体景气度将继续提升。同时公司 16Q3 产生大量费用基数较低。且从历史来看, 下半年都是安防公司冲量高峰, 新疆等地井喷式需求订单也将逐步落地。海外业务持续扩张, 公司加大力度开设开外分支机构及雇佣当地员工, 高速增长无忧。综上, 我们认为 Q3 和全年公司都将延续高速增长趋势。
- **维持目标价 30 元和“强烈推荐-A”评级, 长线看千亿市值!**公司各项主营业务处于上行周期, 长期经营拐点成立, 我们预测公司 17/18/19 年 EPS 为 0.88/1.23/1.68 元, 当前股价对应 PE 仅为 26/18/13 倍。我们维持目标价 30 元和“强烈推荐-A”评级, 长线坚定看千亿市值!

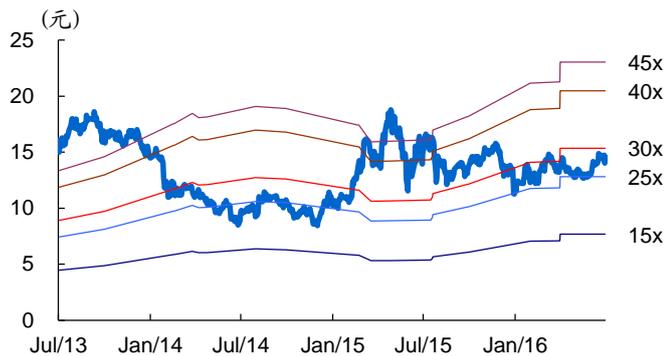
□ **风险提示:** 宏观经济下行, 国内外及新业务拓展不及预期等。

财务数据与估值

会计年度	2015	2016	2017E	2018E	2019E
主营收入(百万元)	10078	13329	19763	29177	40395
同比增长	37%	32%	48%	48%	38%
营业利润(百万元)	1202	1433	2103	3194	4478
同比增长	30%	19%	47%	52%	40%
净利润(百万元)	1372	1825	2539	3565	4875
同比增长	20%	33%	39%	40%	37%
每股收益(元)	1.18	0.63	0.88	1.23	1.68
PE	18.9	35.5	25.5	18.2	13.3
PB	4.0	7.9	7.0	5.3	4.1

资料来源: 公司数据、招商证券

图 1: 大华股份历史 PE Band



资料来源: 贝格数据、招商证券

图 2: 大华股份历史 PB Band



资料来源: 贝格数据、招商证券

参考报告:

- 1、《招商证券-大华股份（002236）—超预期中报预示长期经营拐点，坚定看长线千亿市值》2017-07-24
- 2、《招商证券-大华股份（002236）：预中标 43 亿莎车平安城市 PPP，千亿征程在途》2017-07-18
- 3、《大华股份（002236）—三期员工持股计划购买完成，奠定长期发展基石》2017-06-02
- 4、《大华股份（002236）—发布大规模员工持股计划，彰显未来发展信心》2017-05-03
- 5、《大华股份（002236）—一季度业绩开门红，奠定全年高增长基础》2017-04-26
- 6、《大华股份（002236）—高投入大力布局人工智能，三年高成长可期》2017-04-24
- 7、《大华股份（002236）—拟发行 H 股搭建海外资本平台，国际化进程加速》2017-03-26
- 8、《招商证券-大华股份（002236）深度报告—PPP+海外助力高成长，清晰布局千亿未来》2017-03-12
- 9、《大华股份（002236）—2016 业绩符合预期，价值明显低估》2017-01-16
- 10、《大华股份（002236）—费用提升致业绩及展望低于预期，全年增长达中上限可期》2016-10-18
- 11、《大华股份（002236）—高增长趋势确认，仍明显低估》2016-08-19
- 12、《大华股份（002236）—中期业绩符合预期，解决方案+运营+海外共驱高成长》2016-07-29
- 13、《安防行业跟踪报告—海外恐袭事件频发，安防龙头公司受益》2016-07-24
- 14、《大华股份（002236）—拐点进一步确认，全年高增长可期》2016-04-29
- 15、《大华股份（002236）—15 年百亿收入达标，16 年重回高成长》2016-03-01
- 16、《大华股份（002236）深度报告—三季度展望进一步确认业绩拐点》2015-08-17

附：财务预测表

资产负债表

单位: 百万元	2015	2016	2017E	2018E	2019E
流动资产	9976	12985	16587	24475	34479
现金	1756	2759	1472	2167	3593
交易性投资	0	0	0	0	0
应收票据	1095	1148	1702	2513	3480
应收款项	4975	6206	9171	13541	18746
其它应收款	102	217	321	474	656
存货	1518	2205	3251	4792	6635
其他	532	451	669	988	1368
非流动资产	1527	2381	2401	2417	2430
长期股权投资	7	37	37	37	37
固定资产	606	642	674	701	724
无形资产	121	120	108	97	88
其他	793	1582	1582	1582	1582
资产总计	11504	15366	18989	26892	36909
流动负债	4795	6718	9271	14401	20652
短期借款	500	957	1359	3342	5832
应付账款	1670	1943	2875	4238	5868
预收账款	193	332	491	723	1002
其他	2431	3487	4547	6097	7951
长期负债	142	223	223	223	223
长期借款	0	53	53	53	53
其他	142	170	170	170	170
负债合计	4937	6941	9494	14624	20875
股本	1160	2899	2899	2899	2899
资本公积金	1119	459	459	459	459
留存收益	4213	4879	5968	8772	12577
少数股东权益	74	189	168	139	99
归属于母公司所有者权益	6493	8237	9326	12130	15935
负债及权益合计	11504	15367	18989	26893	36909

现金流量表

单位: 百万元	2015	2016	2017E	2018E	2019E
经营活动现金流	201	471	(53)	(276)	383
净利润	1372	1825	2539	3565	4875
折旧摊销	92	119	119	123	126
财务费用	(62)	(38)	56	130	255
投资收益	(14)	(7)	(10)	(18)	(18)
营运资金变动	(1133)	(1399)	(2750)	(4067)	(4839)
其它	(54)	(29)	(7)	(9)	(16)
投资活动现金流	36	(257)	(130)	(122)	(122)
资本支出	(368)	(564)	(140)	(140)	(140)
其他投资	404	308	10	18	18
筹资活动现金流	191	146	(1103)	1092	1165
借款变动	897	(455)	402	1983	2490
普通股增加	(10)	1740	0	0	0
资本公积增加	44	(660)	0	0	0
股利分配	(585)	(580)	(1450)	(762)	(1070)
其他	(155)	102	(56)	(130)	(255)
现金净增加额	427	360	(1286)	694	1427

资料来源：公司数据、招商证券

利润表

单位: 百万元	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入	10078	13329	19763	29177	40395
营业成本	6327	8303	12288	18115	25082
营业税金及附加	79	85	126	186	258
营业费用	1143	1638	2431	3589	4928
管理费用	1234	1832	2628	3851	5292
财务费用	(90)	(82)	56	130	255
资产减值损失	192	129	140	130	120
公允价值变动收益	(5)	3	3	3	3
投资收益	14	7	7	15	15
营业利润	1202	1433	2103	3194	4478
营业外收入	392	592	710	750	910
营业外支出	16	13	13	13	13
利润总额	1578	2013	2800	3931	5375
所得税	197	202	282	395	540
净利润	1381	1810	2518	3536	4835
少数股东损益	9	(15)	(21)	(29)	(40)
归属于母公司净利润	1372	1825	2539	3565	4875
EPS (元)	1.18	0.63	0.88	1.23	1.68

主要财务比率

	2015	2016	2017E	2018E	2019E
年成长率					
营业收入	37%	32%	48%	48%	38%
营业利润	30%	19%	47%	52%	40%
净利润	20%	33%	39%	40%	37%
获利能力					
毛利率	37.2%	37.7%	37.8%	37.9%	37.9%
净利率	13.6%	13.7%	12.8%	12.2%	12.1%
ROE	21.1%	22.2%	27.2%	29.4%	30.6%
ROIC	13.7%	12.9%	17.8%	19.1%	19.4%
偿债能力					
资产负债率	42.9%	45.2%	50.0%	54.4%	56.6%
净负债比率	4.3%	6.6%	7.4%	12.6%	15.9%
流动比率	2.1	1.9	1.8	1.7	1.7
速动比率	1.8	1.6	1.4	1.4	1.3
营运能力					
资产周转率	0.9	0.9	1.0	1.1	1.1
存货周转率	4.6	4.5	4.5	4.5	4.4
应收帐款周转率	2.6	2.4	2.6	2.6	2.5
应付帐款周转率	4.6	4.6	5.1	5.1	5.0
每股资料 (元)					
每股收益	1.18	0.63	0.88	1.23	1.68
每股经营现金	0.17	0.16	-0.02	-0.10	0.13
每股净资产	5.60	2.84	3.22	4.18	5.50
每股股利	0.50	0.50	0.26	0.37	0.50
估值比率					
PE	18.9	35.5	25.5	18.2	13.3
PB	4.0	7.9	7.0	5.3	4.1
EV/EBITDA	60.9	50.1	32.0	21.1	15.0

分析师承诺

负责本研究报告的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

鄢凡，北京大学信息管理、经济学双学士，光华管理学院硕士，9年证券从业经验，08-11年在中信证券，11年加盟招商证券，现任电子行业首席分析师。11/12/14/15/16年《新财富》电子行业最佳分析师第2/5/2/2/4名，11/12/14/15/16年《水晶球》电子行业第2/5/1/2/3名，10/14/15/16年《金牛奖》TMT/电子行业第1/2/5/3名。

马鹏清，上海交通大学工学本硕，金融学学士，2015年加入招商证券，任电子行业分析师，之前就任国金证券交通运输、电子行业分析师。

李学来，中科院上海微系统与信息技术研究所微电子学博士，2年半导体行业工作经验，2年证券从业经验，2016年3月加入招商证券，任电子行业分析师，之前就任东北证券电子行业分析师。

兰飞，复旦大学微电子与固体电子学硕士，曾任美国国家仪器应用工程师、区域销售经理，近6年集成电路、电子制造产业经验，2016年6月加入招商电子团队，任电子行业分析师。

涂围，北京大学金融学硕士，浙江大学光电信息工程学学士，2016年7月加入招商证券，任电子行业分析师。

投资评级定义

公司短期评级

以报告日起6个月内，公司股价相对同期市场基准（沪深300指数）的表现为标准：

- 强烈推荐：公司股价涨幅超基准指数20%以上
- 审慎推荐：公司股价涨幅超基准指数5-20%之间
- 中性：公司股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间
- 回避：公司股价表现弱于基准指数5%以上

公司长期评级

- A：公司长期竞争力高于行业平均水平
- B：公司长期竞争力与行业平均水平一致
- C：公司长期竞争力低于行业平均水平

行业投资评级

以报告日起6个月内，行业指数相对于同期市场基准（沪深300指数）的表现为标准：

- 推荐：行业基本面向好，行业指数将跑赢基准指数
- 中性：行业基本面稳定，行业指数跟随基准指数
- 回避：行业基本面向淡，行业指数将跑输基准指数

重要声明

本报告由招商证券股份有限公司（以下简称“本公司”）编制。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告基于合法取得的信息，但本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。除法律或规则规定必须承担的责任外，本公司及其雇员不对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失负任何责任。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。

本报告版权归本公司所有。本公司保留所有权利。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、引用或转载，否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。